

2020年8月4日

特別勘定運用部

## 【米国主要債券セクターレポート①】

## 選別色が強まる米国クレジット市場と今後の見通し

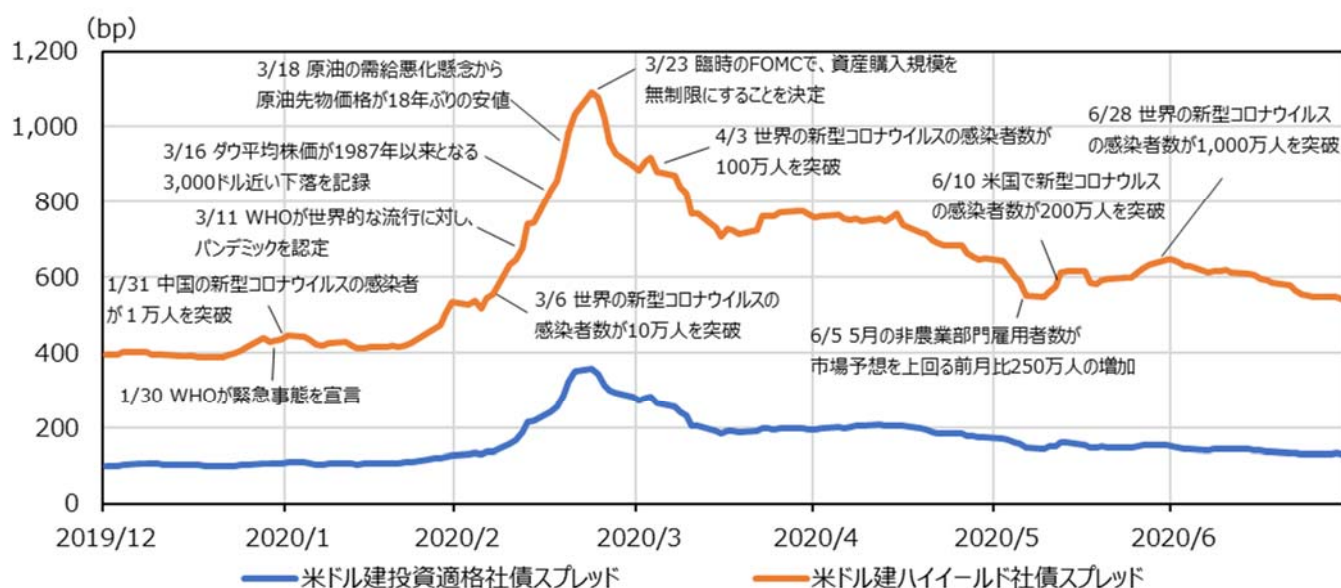
## 【サマリー】

- 米国のクレジット市場では、新型コロナウイルスの感染拡大による影響の差異を反映し、格付間・セクター間においてパフォーマンス等に格差が生じており、選別色が強まっています。
- FRBによる企業の資金調達促進、市場への流動性供給策などが下支えとなり、米国のクレジットスプレッドは低下基調にありますが、新型コロナウイルスの感染拡大が原油需給や企業のファンダメンタルズに与える影響には引き続き注意が必要だと考えられます。
- 新型コロナウイルスの感染再拡大に対する懸念が熾っているなか、相対的に高い格付を有する投資適格社債やディフェンシブセクターは、安定的な推移が期待されます。一方、ファンダメンタルズが脆弱なハイイールド社債や、エネルギーセクターなどの景気循環に対する感応度の高いセクターは、目先はボラティリティの高い展開が続くやすいものと考えられます。

## 1. 世界的な新型コロナウイルスの感染拡大以降の米国クレジット市場の動向

世界的な新型コロナウイルスの感染拡大により、景気後退懸念が高まったことなどを背景に、金融市場は大きく動揺し、株式などのリスク性資産は大幅に下落しました。

米国のクレジット市場においてもリスク回避の動きは顕著に見られ、信用リスクが相対的に高い米ドル建ハイイールド社債のスプレッドは2月以降、急拡大し、ピークとなる2020年3月23日には約1,100bpとなりました。

(図表 1) 米ドル建投資適格社債・ハイイールド社債の対米国債スプレッド<sup>1</sup>の推移

(出所) Bloomberg

<sup>1</sup> ※各参照スプレッドは発行済み米ドル建の投資適格社債、ハイイールド社債の OIS (オプション調整後スプレッド) を発行時価総額で加重平均したスプレッド

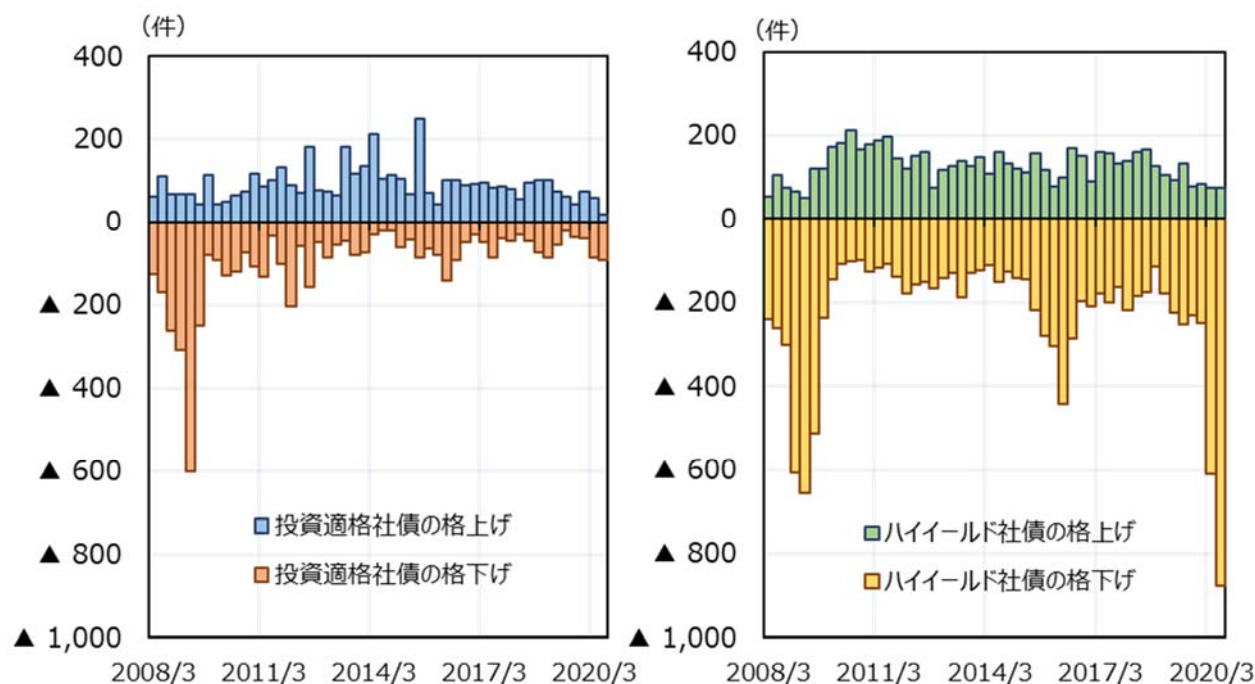
急激にクレジットスプレッドが拡大した背景には、新型コロナウイルスの感染拡大による経済活動停止を受けて投資家のリスクセンチメントが悪化し、多くの投資家がポジション解消に動き、市場の流動性が枯渇したことなどが影響したものと思われます。また、経済活動の停止によって急速に資金繰りが悪化した航空・娯楽・消費関連セクターの企業に対する警戒感が強まったことも市場心理の悪化を促しました。

その後、米国政府による矢継ぎ早の景気対策や、広範に渡る FRB の金融政策の強化等を背景に市場は落ち着きを取り戻し、4 月以降はクレジットスプレッドの縮小が急速に進みましたが、格付やセクター等の側面で金融市場への影響を深堀すると、米国のクレジット市場には強い選別色が確認できます。

## （１）格付間に見られる格差：ハイイールド社債の信用力が一段と悪化

2020 年に入り、主要な格付会社である S&P と Moody's などは多くの格付変更を行いました。投資適格社債とハイイールド社債には明確な格差が生じています(図表 2)。

(図表 2) 米国企業の格付別レーティングアクション件数



※S&P 及び Moody's の格付変更の単純合算値の四半期推移

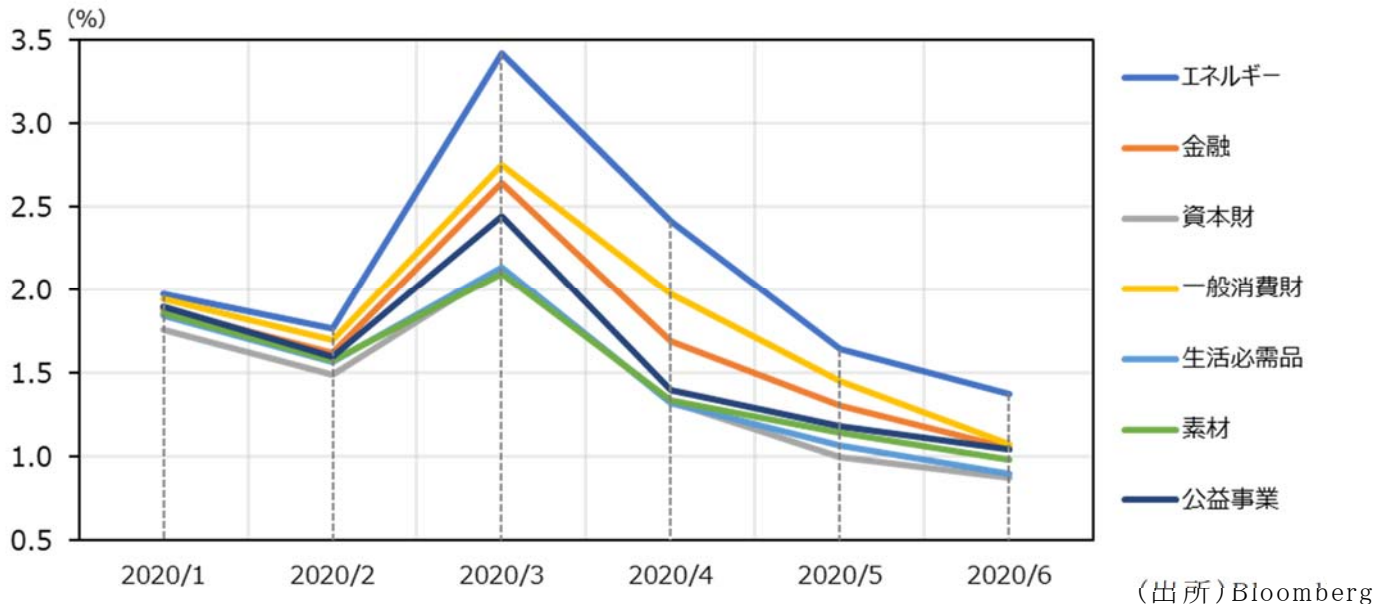
(出所) Bloomberg

投資適格社債にも格下げの動きは見られているものの、足元の格下げの絶対数は金融危機時(2008 年)をはじめ、欧州債務危機(2011 年)、チャイナ・ショック(2015 年)前後の水準を下回っています。一方で、ハイイールド社債では格下げの動きが金融危機時の絶対数を大きく上回っており、企業の財務状況への警戒感は相対的に信用力が低い企業に強く表れています。

## （２）セクター間に見られる格差：エネルギーセクターに残る警戒感

新型コロナウイルスの感染拡大を受けた経済活動の停滞は、従来の景気後退局面に見られたような「金融システムの機能不全」に起因するものとは異なり、新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するために実施された外出制限などが原因となっていることから、個々のセクターへの影響にも偏りが見られています(図表 3)。

(図表 3) セクター別の対米国国債スプレッド(A 格、残存 5 年)



金融市場の混乱のピーク時には、3 蜜(密閉・密集・密接)回避による消費行動の変化や企業の生産活動の停止などを織り込み、一般消費財やエネルギーセクターのクレジットスプレッドが大きく拡大しました。

一方、足元にかけては、クレジットスプレッドは一様に縮小傾向が継続し、全てのセクターで新型コロナウイルスの感染拡大以前の水準を取り戻していますが、エネルギーセクターのクレジットスプレッドは相対的に高い水準のままとされており、依然として強い懸念が残っていることが確認できます。

## 2. 足元の米国のクレジット市場を取り巻く環境

新型コロナウイルスの感染再拡大への警戒感は熾りつつも、米国のクレジット市場は落ち着きを取り戻していますが、今後の動向を見通すにあたり、「FRB の金融政策」や「原油市況」、「米国企業のファンダメンタルズ」については今後も注視していく必要があります。

### (1) FRB の金融政策：クレジット市場を支える PMCCF と SMCCF

FRB は、新型コロナウイルスの感染拡大に起因する経済活動の停止や、それに伴う金融市場の混乱に対応するため、3 月から 4 月にかけて矢継ぎ早に政策を打ち出し、企業の資金調達の促進や市場への流動性供給を行いました。

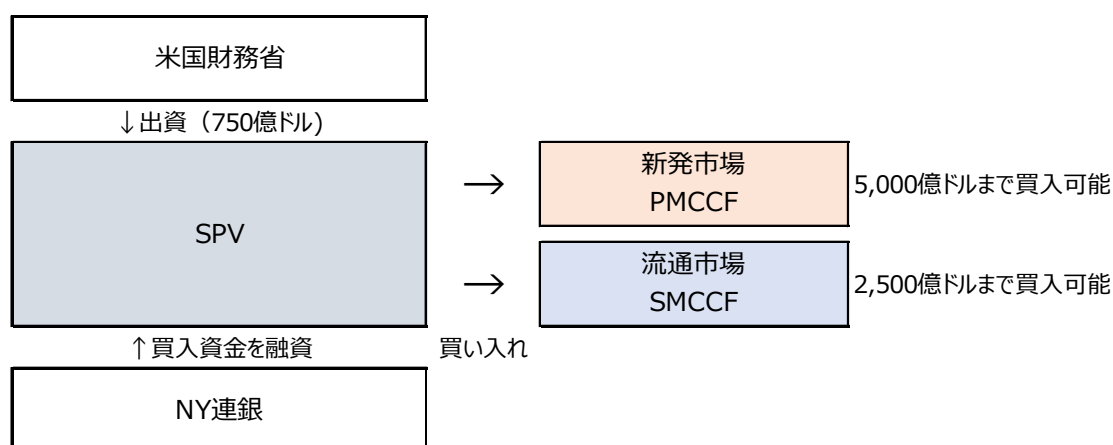
(図表 4) FRB が打ち出した主な金融政策

政策対応		内容
政策金利の引き下げ		実効金利の下限である 0.00 - 0.25% まで政策金利を引き下げ
		事態の安定まで現行金利を維持するフォワードガイダンスを導入
資産買入		無制限の国債・MBS の買入
融資の促進		連銀貸出の金利を 0.50% 引き下げ、貸出条件の柔軟化
		預金準備率を 0% に引き下げ
		大手銀行のレバレッジ規制 (SLR) の緩和
流動性支援策	プライマリーディーラー	翌日物の適格担保融資 (PDCF)
	CP 市場	SPV による高格付 CP 等を担保とする発行体向け融資 (CPFF)
	MMF 市場	MMF から資産の買取りを行う金融機関に対する融資提供 (MMLF)
	家計・中小企業	SPV による ABS を保有する投資家向け ABS 担保融資 (TALF)
	社債 (発行市場)	SPV による大企業への融資・社債の引き受け (PMCCF)
	社債 (流通市場)	SPV による大企業の社債・社債 ETF のセカンダリー市場での購入 (SMCCF)
	州・地方政府	SPV による地方債を担保とする州などへの融資 (MLF)

(出所) 各種報道資料

これらの政策の中でも、最も直接的に米国のクレジット市場に影響するものが、市場で社債の買入を行う PMCCF (Primary Market Corporate Credit Facility) 及び SMCCF (Secondary Market Corporate Credit Facility) です。

(図表 5) PMCCF と SMCCF の仕組み



(出所) FRB

PMCCF と SMCCF は、社債の買入を行う市場 (新発・流通) に違いがありますが、いずれも米国企業の社債を買い入れることに変わりはありません。

新型コロナウイルスの感染拡大への対策として成立した CARES 法<sup>2</sup>に基づき、米財務省が SPV (特定目的会社) に出資し、当該出資金を担保に NY 連銀が融資した資金で社債買入を行います。買入対象は投資適格社債と、3 月 22 日まで投資適格であったものの、同日以降に格下げとなったハイイールド社債<sup>3</sup>ですが、現時点において後者の条件を満たす社債は少なく、ほとんどが投資適格社債となっています。

買入金額は合計で 7,500 億ドルとなり、米国の金融機関を除く社債流通額が 6.6 兆ドル程度 (2020 年 6 月月末時点) であることを踏まえれば、クレジット市場には相応のインパクトを与えるものと考えられます。

なお、SMCCF は 6 月 16 日、PMCCF は 6 月 29 日から、投資適格社債中心に買入を開始したばかりですが、4 月には米国のクレジットスプレッドは縮小傾向が始まっていることから、FRB の表明を受けて市場は先んじて FRB の社債買入による効果を織り込んでいったものと考えられます。

## (2) 原油市況：協調減産の緩和や需要の減退観測が原油価格の上値を抑える

原油市況は、経済活動の停止に伴う需要減を織り込み、3 月以降、値動きの大きな展開となりました。4 月半ばには、原油在庫の急速な積み上がりによる貯蔵施設の不足から、現物の受け渡し回避を目的に原油先物が投げ売りされ、原油先物価格は史上初めてマイナスとなりました。

5 月以降は、経済活動再開に向けた期待感の高まりや、OPEC (石油輸出国機構) とロシアなどの非 OPEC 加盟国で構成する「OPEC プラス」による協調減産の取組が需給の改善を促し、原油価格は回復基調となっています。

ただし、OPEC プラスによる協調減産については、8 月から原油の減産量は現在の日量 960 万バレルから日量 770 万バレルに縮小され、市場に出回る原油量は増加する見込みです。今回の減産量の縮小は各国における経済活動の再開を受けた動きであるものの、世界中で新型コロナウイルスの感染拡大が続いているなか、本格的な経済活動の再開が実現する可能性は低いものと考えられます。

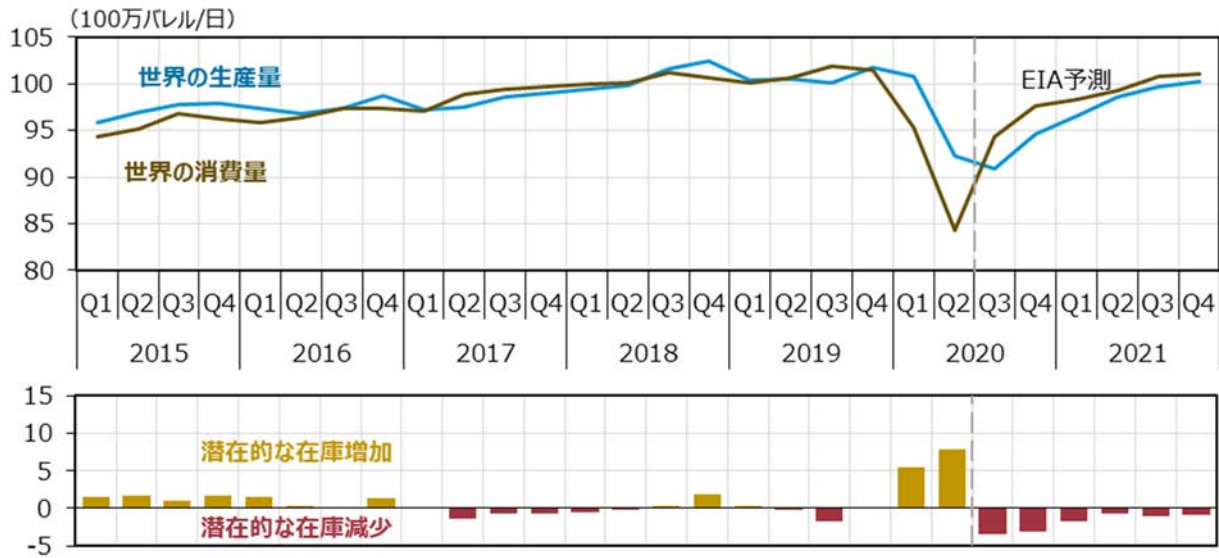
また、図表 6 の EIA (米エネルギー情報局) の予測においても、世界の原油消費が新型コロナウイルスの感染拡大による影響が生じる前の水準に戻るのには 2021 年頃と考えられていることを踏まえると、原油市況の大幅な回復は期待しづらいものと見込まれます。

<sup>2</sup> 約 2.2 兆ドルの緊急経済対策として 3 月 27 日に制定された「コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法」(Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act)

<sup>3</sup> 3 月 22 日まで投資適格 (BBB 格) であり、買入時点においても BB 以上の銘柄を対象。いわゆるファーレン・エンジェル。



(図表 6) 世界の原油生産量及び消費量の増加

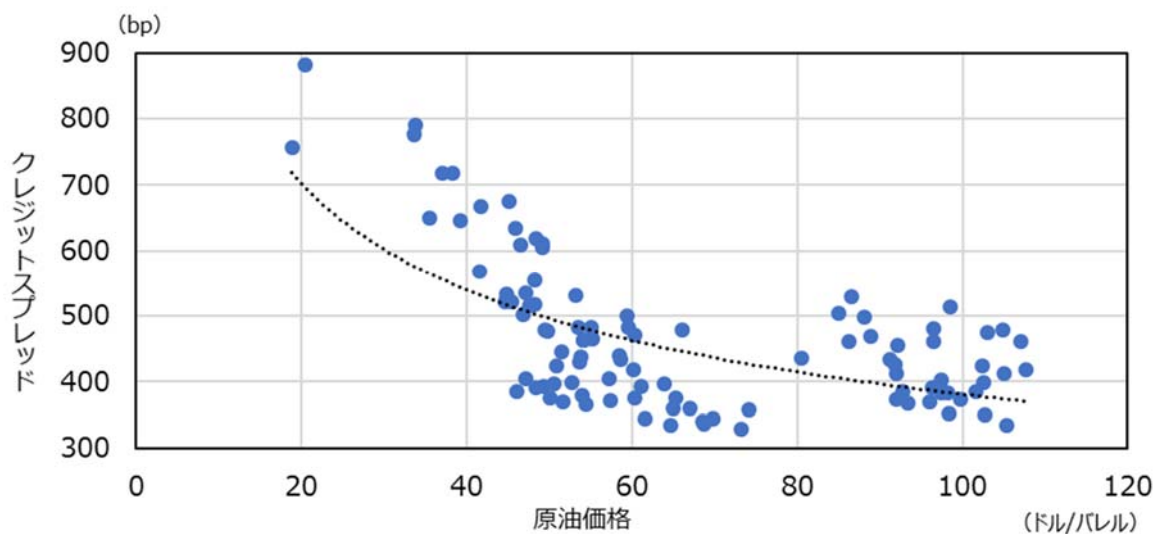


(出所) EIA

米国のハイイールド銘柄は、シェール関連企業が発行する社債の比率が高いため、米国ハイイールド社債のспредと原油価格の連動性が高いことは広く認識されています。図表 7 は、米国ハイイールド社債のспредと原油価格の推移を示していますが、原油価格の下落に伴って米国ハイイールド社債のспредは上昇する傾向にあります。

今後、経済活動の再開の遅れを受けて原油市況が再び悪化することになれば、投資適格社債とハイイールド社債の格差がさらに拡大していく可能性も考えられます。

(図表 7) ハイイールド社債のクレジットспред<sup>4</sup>と原油価格の関係



(出所) Bloomberg

<sup>4</sup> 図表 1 と同様ハイイールド社債の OIS (オプション調整後спред) を発行時価総額で加重平均したспред

### (3) 米国企業のファンダメンタルズ：着実に生じる新型コロナウイルスの感染拡大の影響

金融市場におけるクレジットスプレッドは縮小傾向にはあるものの、企業の業績・財務状況には、着実に新型コロナウイルスの感染拡大による悪影響が生じています。

(図表 8) セクター別の第1四半期の営業利益及び NetDebt/EBITDA 倍率

セクター	参照 企業数	営業利益 (百万ドル)			NetDebt/EBITDA倍率		
		2019	2020	変化率	2019	2020	変化幅
ヘルスケア	31	43,643	46,172	6%	1.89	1.77	▲ 0.12
資本財	64	30,841	22,168	▲ 28%	2.11	2.23	0.11
一般消費財	39	25,148	19,998	▲ 20%	1.23	1.71	0.49
情報技術	52	71,500	72,717	2%	▲ 0.18	0.30	0.48
生活必需品	33	30,846	31,816	3%	2.23	2.63	0.40
公益事業	32	16,281	15,951	▲ 2%	5.36	5.13	▲ 0.23
素材	27	7,480	5,796	▲ 23%	2.49	2.50	0.01
金融	33	28,837	16,576	▲ 43%	2.34	2.26	▲ 0.08
不動産	46	5,332	5,271	▲ 1%	5.77	5.62	▲ 0.15
コミュニケーション・サービス	13	36,210	35,553	▲ 2%	2.05	1.92	▲ 0.13
エネルギー	22	13,608	▲ 9,888	▲ 173%	1.60	2.18	0.58

※「NetDebt/EBITDA 倍率」とは、借入金とEBITDA(税引前・利払前・償却前利益)の何倍あるかを示す指標で、数値が低いほど企業の財務状況の健全性が高いことを示します。

(出所)Bloomberg

一定条件<sup>5</sup>を満たした Bloomberg Barclays US Aggregate Credit Index の構成銘柄について、セクター別に第 1 四半期の営業利益及び NetDebt/EBITDA 倍率のデータを見てみると、新型コロナウイルスの感染拡大による消費行動の変化が直接的に影響した一般消費財セクターや、景気悪化や金融市場の混乱を反映しやすいエネルギーセクター、金融セクターなどの営業利益の減少が相対的に大きなものとなっています。

また、利益水準の悪化に加え、市場の混乱を受けて借入や社債発行などによって手元資金を確保する動きが強まったことから、一部のセクターにおいて財務レバレッジの水準が上昇しています。

(図表 9) 米国の上半期の大型倒産

企業名	事業	倒産申請日	資産額
ハーツ・グローバル・ホールディングス	レンタカー	2020/05/22	約258億ドル
フロンティア・コミュニケーションズ	通信	2020/04/14	約174億ドル
マクダーモット・インターナショナル	石油・ガス	2020/01/21	約88億ドル
JCペニー	小売	2020/05/15	約80億ドル
ホワイティング・ベトリアム	石油・ガス	2020/04/01	約76億ドル
ニーマン・マーカス・グループ	小売	2020/05/07	約75億ドル
ダイヤモンド・オフショア・ドリリング	石油・ガス	2020/04/26	約58億ドル
エクストラクション・オイル&ガス	石油・ガス	2020/06/14	約29億ドル
ホーンベック・オフショア・サービス	石油・ガス	2020/05/19	約27億ドル
フォアサイト・エネルギー	鉱業	2020/03/10	約24億ドル

(出所)Jetro

米国破産協会の集計では、2020 年上半期の米連邦破産法 11 章<sup>6</sup>の申請件数は前年同期比で 26%増となっており、新型コロナウイルスの感染拡大によって経営難に陥る企業が相次いでいます。比較的財務余力があるといわれる大企業の倒産も散見され、また、エネルギーや小売関連企業の倒産も多い状況となっています。

<sup>5</sup> 対象企業は Bloomberg Barclays US Aggregate Credit の構成銘柄の発行体のうち、情報の取得が可能な米国の公開企業のうち、2019 年度第 1 四半期及び 2020 年度第 1 四半期の参照項目のデータが取得可能な企業を参照

<sup>6</sup> Chapter11、日本の民事再生法に相当

### 3. 米国のクレジット市場の今後の見通し

これらの状況を踏まえれば、今後も米国のクレジット市場では短期的には格付・セクターによる選別色が強い状況が続くことが想定されます。

格付の観点では、新型コロナウイルスの感染者数の増加に収束の兆しが見えない不安定な経済環境下においては、相対的に財務の健全性が高く、信用力の高い投資適格社債は引き続き安定的に推移するものと見込まれます。

原油価格は足元落ち着きを見せているものの、原油需給の回復が長期化し、エネルギー関連企業の倒産が相次いでいる現況を踏まえれば、エネルギーセクターの比率が高く、信用力が相対的に低いハイイールド社債の先行きの見極めは難しく、投資適格社債との格差は残存する見込みです。

ただし、投資適格社債のクレジットスプレッドは既に新型コロナウイルスの感染拡大前の水準に近づいている状況にあります。中期的に経済活動の本格的な再開が見込まれる展開となれば、依然として高い投資妙味を有するハイイールド社債への注目も高まる可能性はあるものと考えます。

セクター別では、全般的にファンダメンタルズの悪化は見られつつも、州政府による新型コロナウイルス感染抑制策の影響を受けにくいディフェンシブセクターは底堅い動きが継続するものと見込まれます。

また、FRBは6月25日に大手銀行グループを対象に行ったストレステストの結果を公表し、新型コロナウイルスの感染拡大による景気悪化により貸倒損失が最大7,000億ドルに達する可能性があるとの懸念が示されたものの、いずれも堅固な資本余力を持つことが示された米国の大手金融機関などは、今後も安定的な推移が期待されます。

一方、娯楽や消費、運輸などのセクターでは、新型コロナウイルスの感染再拡大に対する懸念が燻っているなか、これまでのビジネスモデルが機能しなくなっていることなどを考慮すると、上値の重い展開が続きやすいものと考えます。

# 特別勘定特約に関する重要なお知らせ

※本お知らせは保険業法第300条の2に準用される金融商品取引法第37条にもとづき、特別勘定特約に関して表示すべき広告等規制に関して記載するものです。

## 【手数料について】

- ・特別勘定特約に関する手数料(付加保険料)は、当社が引受けるご契約者の年金資産(責任準備金)のうち特別勘定部分の経過責任準備金を各口ランクごとの金額に分け(円貨建株式口は1型・2型を通算)、それぞれに所定の手数料の率を乗じて得た金額の合計額を毎年ご負担いただきます。
- ・以下の手数料率表については、経過責任準備金ランクの上限および下限のみ記載しております。

## ■手数料率表

●確定給付企業年金保険 ●新企業年金保険(Ⅱ)	総合口	第2 総合口	第3 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイブリッド型	年金債務 対応 総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 バット型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 バット型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口
手数料上限 (1,000万円以下の部分)	0.600%	0.600%	0.700%	0.590%	0.590%	0.640%	0.450%	0.700%	0.400%	0.750%	0.750%	0.800%	0.500%	0.800%	0.050%
手数料下限 (500億円超の部分)	0.220%	0.220%	0.320%	0.210%	0.210%	0.260%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%
●厚生年金基金保険	総合口	第2 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイブリッド型	年金債務 対応 総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 バット型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 バット型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口	
手数料上限 (10億円以下の部分)	0.440%	0.440%	0.430%	0.430%	0.480%	0.330%	0.520%	0.400%	0.550%	0.550%	0.600%	0.500%	0.600%	0.050%	
手数料下限 (500億円超の部分)	0.220%	0.220%	0.210%	0.210%	0.260%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%	
●厚生年金基金保険(Ⅱ)	総合口	第2 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイブリッド型	年金債務 対応 総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 バット型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 バット型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口	
手数料上限 (1,000万円以下の部分)	0.600%	0.600%	0.590%	0.590%	0.640%	0.450%	0.700%	0.400%	0.750%	0.750%	0.800%	0.500%	0.800%	0.050%	
手数料下限 (500億円超の部分)	0.220%	0.220%	0.210%	0.210%	0.260%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%	
●新企業年金保険(「保険料に係る特別な取扱いに関する特約」が適用されている場合)	総合口	第2 総合口	第3 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイブリッド型	年金債務 対応 総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 バット型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 バット型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口
手数料上限 (1,000万円以下の部分)	0.830%	0.830%	0.930%	0.820%	0.820%	0.870%	0.620%	0.970%	0.400%	1.030%	1.030%	1.120%	0.500%	1.120%	0.050%
手数料下限 (500億円超の部分)	0.220%	0.220%	0.320%	0.210%	0.210%	0.260%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%
●新企業年金保険(「保険料に係る特別な取扱いに関する特約」が適用されていない場合)	総合口	第2 総合口	第3 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイブリッド型	年金債務 対応 総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 バット型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 バット型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口
手数料上限 (1,000万円以下の部分)	0.670%	0.670%	0.770%	0.660%	0.660%	0.710%	0.500%	0.790%	0.360%	0.835%	0.835%	0.910%	0.450%	0.910%	0.045%
手数料下限 (500億円超の部分)	0.180%	0.180%	0.280%	0.170%	0.170%	0.220%	0.130%	0.190%	0.090%	0.190%	0.190%	0.200%	0.170%	0.200%	0.045%

※ 手数料=各口の(経過責任準備金の各ランクに当たる金額×所定手数料率)の合計

※ 消費税は別途申し受けます。

※ 上記のほか、資産運用の過程で売買の際に発生する売買委託手数料や、売買委託手数料に関する消費税に相当する金額、先物取引・オプション取引等に要する諸費用を運用費用の一部として間接的にご負担いただきます。なお、売買委託先、売買金額等によって手数料率が変動する等の理由から、これらの計算方法は表示していません。

※ 運用効率の観点等から投資信託による運用を行う場合、投資信託に係る信託報酬を運用費用の一部として間接的にご負担いただきます。なお、信託報酬については投資信託の運用会社や投資対象資産によって手数料率が異なる等の理由から、計算方法を表示していません。ただし、第2総合口、債券総合口、債券総合口ハイブリッド型および年金債務対応総合口における私募投資信託の手数料については、「ご契約のしおり」をご覧ください。

※ 上記の手数料には、一般勘定(主契約)の付加保険料、制度管理等に係る各種業務委託費、年金数理人費は含まれておりません。

## 【特別勘定特約 第2総合口・債券総合口・債券総合口ハイブリッド型・年金債務対応総合口について】

・第2総合口の投資対象である新興国国債、新興国株式、REIT(不動産投資信託証券)、債券総合口の投資対象である先進国国債(日本含む)、新興国国債、グローバル社債、債券総合口ハイブリッド型の投資対象である先進国国債(日本含む)、新興国国債、および年金債務対応総合口の投資対象である為替ヘッジ外債、グローバル社債、国内株式、外国株式は、私募投資信託を用いて運用を行います。投資対象の詳細については、「ご契約のしおり」および別途資料にてご案内申し上げます。

・年金債務対応総合口において想定する年金債務は、当社設定の標準的な企業年金の負債属性を前提にしており、お客さま個々の年金債務と必ずしも一致するものではありません。

## 【損失発生リスクとその発生理由】

・特別勘定特約は、一般勘定(主契約)の責任準備金(保険料積立金)の一部を特別勘定で運用し、この運用実績を直接、責任準備金(保険料積立金)に反映させる仕組みの商品です。

・特別勘定は、国内外の公社債、株式等を運用対象とするため、「株価の下落」「金利の上昇による債券価格の下落」「円高による外貨建資産価値の下落」等といった投資対象資産の価格下落リスクは責任準備金(保険料積立金)の下落要因となります。資産運用の結果は、その損失も含めてご契約者に帰属します。経済情勢や運用成果のいかんにより高い収益を期待できる反面、元本(特別勘定に投入された保険料の合計額)の保証はなく、運用実績が元本を下回ることがあり、損失を生じる可能性があります。

## 【ご留意事項】

・特別勘定における資産運用の成果がご契約者の期待どおりでなかった場合でも、当社または第三者がご契約者に何らかの補償、補填をすることはありません。

・特別勘定での運用はご契約者が特別勘定の特徴を十分理解した上で、ご契約者の判断と責任において行っていただく必要があります。

第一生命保険株式会社  
東京都千代田区有楽町1-13-1  
電話 03(3216)1211(大代表)